

学校编码: 10384

分类号_____密级_____

学号: 200414022

UDC _____

厦门大学

硕士学位论文

我国上市公司侵占性关联并购的实证研究

An Empirical Study on Exploitive Related Party M&A of
Chinese Listed Companies

王贞洁

指导教师姓名: 沈维涛 教授

专业名称: 企业管理

论文提交日期: 2007 年 4 月

论文答辩时间: 2007 年 5 月

学位授予日期:

答辩委员会主席: _____

评 阅 人: _____

2007 年 7 月

厦门大学学位论文原创性声明

兹呈交的学位论文，是本人在导师指导下独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考的其他个人或集体的研究成果，均在文中以明确方式标明。本人依法享有和承担由此论文产生的权利和责任。

声明人（签名）：

年 月 日

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人完全了解厦门大学有关保留、使用学位论文的规定。厦门大学有权保留并向国家主管部门或其指定机构送交论文的纸质版和电子版，有权将学位论文用于非赢利目的的少量复制并允许论文进入学校图书馆被查阅，有权将学位论文的内容编入有关数据库进行检索，有权将学位论文的标题和摘要汇编出版。保密的学位论文在解密后适用本规定。

本学位论文属于

1、保密（ ），在 年解密后适用本授权书。

2、不保密（ ）

（请在以上相应括号内打“√”）

作者签名：

日期： 年 月 日

导师签名：

日期： 年 月 日

厦门大学博硕士论文摘要库

摘要

关联并购在我国一直是控股股东支持或者侵占上市公司的一种较为普遍的手段。本文以侵占性关联并购为研究对象，研究公司治理机制对于上市公司侵占性关联并购的抑制作用。发现良好的公司治理机制对于侵占性关联并购起到了有效的抑制作用，并且较少的地方政府控制和以法律法规为代表的良好的外部治理环境是公司治理机制发挥作用的基础和前提。也可以说尽管加强公司治理机制的建设是抑制侵占性关联并购的有效手段，但减少地方政府的控制，加强治理环境的建设才是抑制侵占性关联并购的根本措施。本文共分五章内容：

第一章：与侵占相关的文献。侵占问题可以在股权集中和股权分散两种情况下发生。在理论界，对于何种关联交易属于侵占性的尚存在较大的分歧，通过比较现有文献，本文选取了较为公认的具有侵占性质的关联并购作为研究的对象。

第二章：我国关联并购的制度背景。在我国证券市场的发展过程中，支持性关联并购具有阶段性，而侵占性关联并购却贯穿上市公司发展的始终，并且地方政府干预是我国的侵占性关联并购发生的重要原因。

第三章：提出了本文的三个假设即公司治理对于侵占性关联并购影响的三个假设，即公司治理能够抑制侵占性关联交易，并且这种抑制作用受到地方政府控制和外部治理环境的影响。

第四章：利用了2001-2003年的发生侵占性关联并购和没有发生重大关联交易的公司作为样本，建立了logit方程进行实证分析来验证本文的三个假设。

第五章：得出本文的结论，即尽管公司治理机制对侵占性关联并购有抑制作用，但是这种作用的发挥需要一定的前提，这就决定了我们要一方面降低地方政府控制，另一方面创造良好的外部治理环境，目前降低地方政府的控制对于抑制侵占性关联并购尤其重要。

关键词：侵占；关联并购；公司治理；治理环境；政府控制

厦门大学博士论文摘要库

Abstract

Controlling shareholders usually make use of related party M&A to popping or tunneling from listed companies. Basing on the sample of the exploitive related party M&A, this article investigates the influences of corporate governance to the related party M&A. Good corporate governance could reduce the exploitive related party M&A and less local government control and better governance environment are the foundation of good corporate governance. This article was divided into five chapters:

In the first chapter, we had a literature review on “expropriation”. Expropriation takes place both in centralized share holding structure and share decentralization structure. There are controversies about which kind of related party transactions are exploitive. After analyzing the related literature, this article decides to do research on the exploitive related party M&A.

The second chapter is about the institutional background of our country’s related party M&A. In the development of our security market, popping related party M&A happens in 1997-2000, but exploitive related party M&A exists in the whole development of Chinese listed companies. The influences of local government are an important reason of exploitive related M&A.

In the third chapter, we bring forward three hypothesis of the influences of corporate governance on exploitive related M&A: corporate governance could reduce the exploitive related party M&A and this is influenced by the control of local government and the governance environment. In the companies which are not controlled by local government or the companies which are situated in better good governance environment, corporate governance could reduce the exploitive related M&A more efficiently.

In the fourth chapter, we select the listed companies in which the related party M&A happened or no important related party transactions happened. Then we establish logit equations to test our three hypothesis.

In the last part we get the conclusions: though corporate governance could reduce exploitive related party M&A, but this effect needs the support of two main factors——less local government control and better governance environment. At present the reduction of local government control is more important than the enhancement of governance environment in reducing the exploitive related party M&A.

Key Words: Expropriation; Related party M&A; Corporate governance; Governance environment; Government control.

目 录

引言	1
第一章 与侵占相关的文献	3
第一节 关于几个概念的界定	3
第二节 Berle 和 Means 范式下的侵占	4
第三节 LLSV 范式下的侵占	6
第四节 公司实施侵占的具体方式	7
第二章 我国关联并购的制度背景	11
第一节 贯穿了我国上市公司的整个发展过程的侵占性关联并购	11
第二节 为确保上市公司符合再融资资格阶段性的支持性关联并购	12
第三节 导致侵占性并购产生的地方政府干预	13
第三章 研究假设与研究设计	15
第一节 有关侵占性关联并购的假设提出	15
第二节 样本的选择及指标的选择	27
第四章 公司治理对侵占性关联并购作用的实证分析	32
第一节 描述性统计结果及分析	32
第二节 侵占性关联并购的 Logit 回归分析	33
第三节 敏感性分析	39
第五章 回归结果的深入讨论与建议	42
第一节 研究结论	42
第二节 对于改善我国上市公司治理水平的建议	43
第三节 本文的不足之处	45
参考文献	46
后 记	53

厦门大学博士论文摘要库

Content

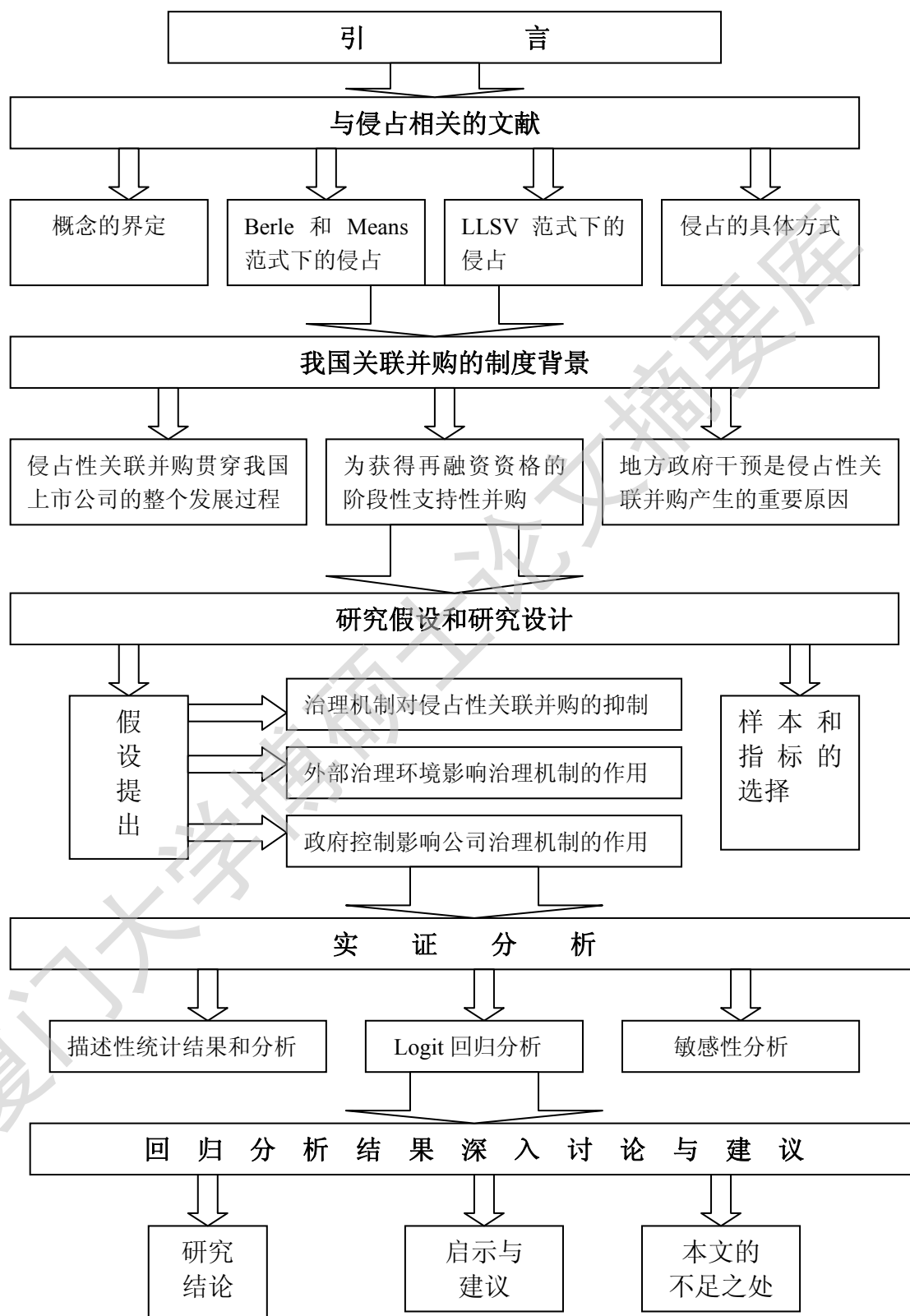
Introduction.....	1
Chapter 1 Literature about expropriation	3
Section 1 Some definitions.....	3
Section 2 Expropriation in Berle and Means hypothesis	4
Section 3 Expropriation in LLSV hypothesis	6
Section 4 Means to expropriation	7
Chapter 2 Background of related party M&A	11
Section 1 The exploitive related party M&A which takes place in the whole process of the development.....	11
Section 2 The popping related M&A which is to get the chance of secondary financing	12
Section 3 The control of local government which induces the emergence of the exploitive related M&A.....	13
Chapter 3 Research hypothesis and design	15
Section 1 Hypothesis of exploitive related M&A	15
Section 2 Variables selection	27
Chapter4 An empirical study on the influences of corporate governance to exploitive related M&A	32
Section 1 Descriptive statistician results	32
Section 2 Logit regression analysis	33
Section 3 Sensitivity analysis.....	39
Chapter 5 Conclusions and Suggestions	42
Section 1 Conclusions	42
Section 2 Suggestion on how to improve corporate governance in Chinese listed companies	43
Section 3 Weaknesses	45
Reference.....	46
Postscript	53

厦门大学博硕士论文摘要库

引言

一系列的研究都表明在股权集中的企业中，控股股东有动机和能力侵占中小股东的利益，同时有一些文献表明，公司治理机制的某些方面（比如股权结构，董事会的治理机制等方面）能够抑制侵占，但是公司治理作为一个整体而言能否起到对侵占的抑制作用还值得探究。公司治理从来都不是无源之水，无本之木，良好的公司治理机制要发挥作用需要一系列的因素与之相配合，其中最重要的两个因素就是政府控制和以法规等为代表的外部治理环境。具体到我国上市公司的并购问题上来，不论在学术上还是在实践中，人们普遍认为关联并购几乎一直是控股股东侵占上市公司的一种有效手段，那么公司治理是否能够对关联并购的侵占发挥有效抑制作用就值得探究了。进一步，考虑到我国上市公司的关联并购由地方政府主导，表现出强烈的“同属性”（同属于一个地方政府管辖），在考虑了地方政府控制的前提下，公司治理机制能否对侵占性关联并购发挥有效抑制作用，也是一个尚未解决的问题。除了政府控制以外，LLSV的一系列文章还指出以法规为代表的治理环境因素是公司治理机制发挥作用的前提和基础，那么在我国良好的治理环境能否促进公司治理机制对侵占性关联并购发挥作用也是值得探究的。因此本文主要研究的是公司治理机制在政府控制和外部治理环境的作用下，对侵占性关联并购的抑制作用。具体研究框架见图 1—1。

图 1—1：研究框架图



第一章 与侵占相关的文献

第一节 关于几个概念的界定

一、侵占的概念

本文能够找到的最早的与侵占相关的文献是 F. A. Mann (1959) 的一个书评中提到的——Friedman (1953) 在 “expropriation in international law” 这本书中提出了 “expropriation” 的概念。它的意思是 “财产侵占”，也就是 “在和平时期的政府征用企业的财产又不给补偿，这些财产被用来提供公共服务”。

^[1]Expropriation 常被翻译为 “征用”，“占用” 或者 “侵占”。本文所谓的 “侵占” 是与 “掏空” (tunneling) 相一致的，它是 Johnson 等(2000)提出的一个概念 “从公司中转移资产和利润使得控股股东得益”，主要是指金字塔结构下控股股东侵占中小股东的行为。^[2]

侵占可以表现为赤裸裸地盗取公司利润，但是随着投资者保护程度的提高，这样的 “征用技术” 趋于失效，因为没有理性的投资者会为这样的公司融资。内部人员不得不找一些较为隐蔽的方法进行侵占，比如通过在公司安排不具资格的家庭成员，支付过高工资或者贻误公司的机会，或者利用关联交易侵占公司，以低于市价卖出产品、资产，债券给与关联公司，这些方式尽管可能是合法的，却像偷窃一样给公司造成了不利影响。

二、政府干预与政府控制的界定

本文中使用了政府干预与政府控制两个概念，之所以使用这两个概念是由于我国政府承担了两种不同的角色——既是证券市场的管理者（可以对所有的上市公司进行监管），又是大多数上市公司的控股股东（可以利用所有权直接管理上市公司）。

本文所谓的政府干预即政府的经济管制，如价格控制，投资引导以及税收和补贴等，政府干预不仅会影响到国有企业也会影响到私有企业。本文将政府干预作为宏观治理环境因素的一个部分加以考虑。政府干预对于企业并购的影响主要体现在：地方政府各自为政，过分强调 “优帮劣、强管弱、富扶贫” 的解困行为，

以其政治权力或者利用资金、债务，税收等手段对于自己想促成的企业并购予以扶持，迫使其行政边界之内的优势企业并购亏损企业，即所谓“强行拉郎配”，“乱点鸳鸯谱”。地方政府还会对于区域间有效率的并购进行阻挠，这就导致并购的同属性（即同属于一个地方政府）十分明显。

本文所谓的政府控制是从产权上加以考虑的。Kornai（1990）指出，公有制造成软预算约束，对国有企业提供了扭曲的激励，导致了低效率的资源分配和经济行为。“我们没有任何理由期望国有企业会像私有企业那样行为，或者会出自本能地如受市场支配的行动者那样行事。”他还认为，在转型经济中，私有制是抵制政治权力干涉的有力措施。^[3]Cheung等（2004，2005）的文章中显示，与国有企业进行关联交易的公司中只有少数获益，而多数受损，其中地方政府控制的公司在与国有企业交易时有着显著的负的CARS，受着最高的侵占。^[4]^[5] Gao, Ren和Ying（2005）也发现控股股东是国有产权会增加大股东的侵占。^[6]刘建民和刘星（2004）发现不同的股权控制类型对公司关联交易量和绩效产生显著影响：以社会法人为主要股东的公司绩效表现要略好于法人控股型公司，而法人控股型公司的绩效则明显好于国有控股型。国有控股股东直接“掏空”或转移上市公司利益的问题相当严重。^[7]

而在本文实证中，更是将这两种影响做了严格的区分：政府干预作为外部治理环境的一部分，其对治理机制的影响主要体现在不同地区治理环境不同；而对于政府控制，主要研究的是公司治理机制在地方政府控制的上市公司和非地方政府控制的上市公司发挥的作用不尽相同。

第二节 Berle 和 Means 范式下的侵占

1932年Berle和Means发表了具有历史意义的研究成果，提出美国大型公司的所有权和控制权是分离的著名论断。在股权分散的基础上发生的侵占，其根本原因是企业所有权和经营权的分离而造成的所有者和经营者目标的不一致，所有者和经营者的信息不对称又进一步加剧了经营者侵占所有者财富的可能。管理者可能通过增加报酬、增加自己的闲暇时间，增加在职消费和回避风险（放弃风险大利润高的项目）而使得股东财富最大化的目标不能够充分实现。不仅如此，他们

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库